

Juli 2019

Zinsen und Anleihen

Sicher ist sicher

USA

- Nach einer kurzen Drohung mit Zöllen gegen Mexiko machte Donald Trump seine Entscheidung rückgängig und schlug einen versöhnlicheren Ton gegenüber China an
- Dennoch stiegen die politischen Risiken, während die Inflationserwartungen sanken. Die US-Fed schlug folglich vorsichtiger Töne an und dürfte dieses Jahr die Leitzinsen senken

Eurozone

- Nach sehr schwachen Inflationsszahlen äusserte sich EZB-Präsident Draghi in Sintra sehr zurückhaltend und deutete mehr geldpolitische Massnahmen an
- In diesem Umfeld entwickelten sich risikobehaftete Anlagen sehr gut, während Renditen auf Staatsanleihen neue Allzeittiefs erreichten

Grossbritannien

- Boris Johnson führt derzeit das Rennen um das Amt des nächsten Premiers an, was das Risiko eines harten Brexit im Oktober erhöht
- Die Bank of England ist derzeit eine der wenigen Zentralbanken, die ihr Inflationsziel von rund 2% erreichen; deshalb erwarten wir derzeit keine Änderung der Geldpolitik

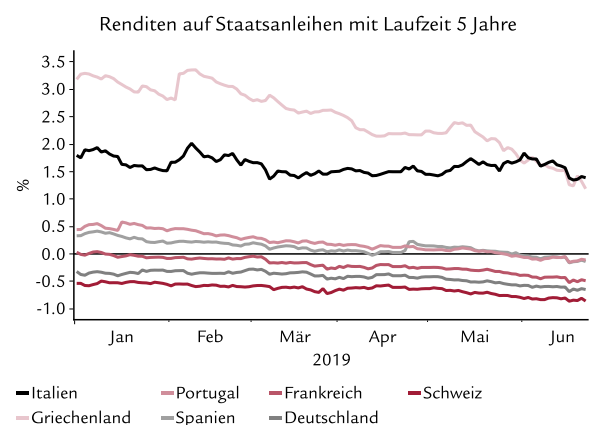
Schweiz

- Die Wirtschaftstätigkeit in der Schweiz hält sich relativ gut, aber die Stimmung in der Industrie bleibt gemäss Umfragen gedämpft
- Die Ausrichtung der SNB-Geldpolitik dürfte sich weiterhin stark an jener der EZB orientieren

Japan

- Japans Exporte leiden unter dem Handelskonflikt, während die Kerninflation flau bleibt
- Die Bank of Japan hat wenig Spielraum zur weiteren Lockerung der Geldpolitik, aber Optimierungen der «Zinskurvenkontrolle» könnten die Abwärtsrisiken beschränken

Positive Anleiherenditen nur in Italien und Griechenland



MACROBOND

«Sicher ist sicher» scheinen sich die Zentralbanken überall zu sagen. Nach Mario Draghis zurückhaltender Rede in Sintra bereitete die Juni-Sitzung der US-Fed den Weg für Leitzinssenkungen in diesem Jahr. In Europa erholten sich in der Folge die Aktien und Unternehmensanleihen, während immer mehr festverzinsliche Anlagen negative Renditen aufwiesen. Nur Italien und Griechenland werden für die Emission von 5-jährigen Schuldtiteln noch nicht bezahlt, und der globale Bestand an negativ rentierenden Anleihen erreichte gigantische USD 12.5 Bio. Ebenso liess die Zurückhaltung der Fed die Renditen 10-jähriger US-Treasuries trotz eines robusten Wirtschaftsausblicks unter 2% sinken. Die Industriekonjunktur kühlte sich allerdings weiter ab und der Handelsstreit bleibt ein grosses Risiko für den Ausblick, während die Inflationserwartungen weiter abnahmen. Es ist somit verständlich, dass die Zentralbanken vorsichtiger werden, was die Abwärtsrisiken für Unternehmensanleihen beschränkt. Folglich sind wir weniger pessimistisch und positionieren uns neutral, obwohl die Kreditfundamentaldaten unseres Erachtens weiter schwach sind. In bestimmten Segmenten wie europäischen Unternehmensanleihen sind wir allerdings bereit, mehr Risiken einzugehen. Bei den Staatsanleihen sind die Renditen bereits tief, könnten aber infolge der expansiven Signale und Massnahmen der Zentralbanken weiter abnehmen.

Aktien

Mehr Vorsicht nach starker Rally

USA

- Die Korrektur am Aktienmarkt im Mai war von kurzer Dauer. Höhere Erwartungen bezüglich Leitzinssenkungen in den USA führten zu einem markanten Aufschwung bei globalen und besonders bei US-Aktien
- Insgesamt bleiben wir bei US-Aktien konstruktiv aufgrund der Zurückhaltung der Federal Reserve und des anhaltenden Höhenflugs der US-Wirtschaft im Vergleich zum Rest der Welt

Eurozone

- Eurozone-Aktien entwickeln sich seit Jahresbeginn etwas schlechter als globale Aktien, nicht zuletzt aufgrund der Anlegerängste bezüglich des schwachen Wachstums in der Region

Grossbritannien

- Grossbritannien ist weiterhin mit sich selbst beschäftigt und die Brexit-Unsicherheit dürfte die nächsten drei Monate anhalten
- Diese Ungewissheit dürfte sich stärker auf binnenmarktorientiertere Small Caps als auf international ausgerichtete Large Caps auswirken

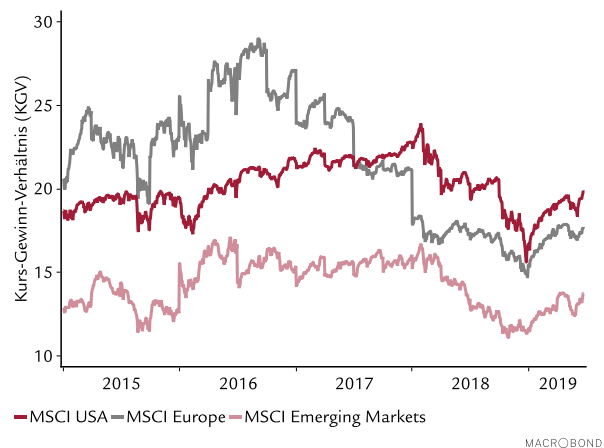
Schweiz

- Angesichts der wachsenden geopolitischen Unsicherheit scheinen viele Aktienanleger den Schweizer Markt zu bevorzugen, wie sich an der super Performance seit Jahresbeginn zeigt
- Die Wirtschaftsaussichten für die Schweiz haben sich aber verschlechtert. Wir stehen Schweizer Aktien weiter recht positiv gegenüber und beobachten die einkommenden Daten genau

Japan

- In den letzten Monaten fuhr der japanische Aktienmarkt während der Marktkorrekturen ähnliche Verluste ein wie andere grosse Weltindizes, hinkte aber bei den darauffolgenden Aufwärtsbewegungen nach
- Unsere Untergewichtung in japanischen Aktien dürfte weiterhin richtig sein und wir sehen derzeit keinen Grund, unsere Ansicht zu ändern

Hobe KGV aufgrund fehlender Alternativen für Aktien



Die Aktienmärkte boomten im Juni wieder, weil die Marktteilnehmer mehr und mehr auf künftige geldpolitische Lockerungen in den Industrieländern setzten. Die Ängste betreffend den Handelskonflikt USA-China wurden zurückgestellt, obwohl sie noch genauso berechtigt sind wie vor der jüngsten Rally. Beide Länder nehmen die Gespräche am nächsten G20-Gipfel in Osaka offenbar wieder auf. Da aber die US-Regierung das Geschäft des chinesischen Technologieriesen Huawei zu unterbinden begann, könnte der Konflikt weiter eskalieren, v. a. wenn China Vergeltung übt und einzelne US-Firmen daran hindert, in China Verkäufe zu tätigen. Aufgrund des höheren Eskalationsrisikos in diesem Konflikt und der schon beeindruckenden Aktien-Rally seit Jahresbeginn sind wir bei Aktien vorsichtiger geworden. Positiv ist, dass Aktien verglichen mit anderen Anlageklassen aufgrund des Tiefzinsumfelds Europas und Japans sowie der hohen Währungsabsicherungskosten für US-Anlagen aus Sicht europäischer Anleger attraktiv bleiben. Während Bewertungskennzahlen wie das Kurs-Gewinn-Verhältnis infolge grosser Rückkaufprogramme, tiefer Finanzierungskosten und schlicht mangelnder Anlage-Alternativen schon recht stark gestiegen sind, ist eine Umkehr unwahrscheinlich, solange die Zinsen tief bleiben. Negativ ist (neben den genannten politischen Risiken) die Gefahr, dass die Marktakteure mehr Leitzinssenkungen einpreisen, als die Zentralbanken durchzuführen bereit sind. Die Aktienmärkte könnten somit schnell korrigieren. Dieses Abwärtspotenzial adressieren wir mit Strategien zur Risikoreduktion wie «Minimum Volatility» oder optionsgeschützten Strategien.

Währungen

Starker USD trotz Leitzinssenkungen

USA

- Der USD schwächelte im letzten Monat, weil die Märkte vermehrt auf Leitzinssenkungen durch die US Federal Reserve setzten
- Wir erwarten dieses Jahr Zinssenkungen im Umfang von 50 Basispunkten – weniger als das, was die Märkte derzeit erwarten. Der USD dürfte zudem vom anhaltenden Höhenflug der US-Wirtschaft und von der gelegentlichen Risikoaversion an den Finanzmärkten profitieren

Eurozone

- Der EUR wertete im Juni nach den sehr zurückhaltenden Äusserungen von EZB-Präsident Draghi in Sintra kurz ab, aber insgesamt verkleinerte sich die Zinsdifferenz zwischen den USA und Deutschland, was den EUR/USD-Wechselkurs stützte
- Die Vorsicht der EZB und die durch den Handelskonflikt getrübbten Aussichten für die exportorientierte Eurozone dürften allerdings zu einer erneuten EUR-Abwertung führen

Grossbritannien

- Das Pfund blieb letzten Monat eher schwach, weil die führenden Kandidaten für Theresa Mays Nachfolge «No Deal» nicht ausschliessen, sollten die Neuverhandlungen mit der EU scheitern
- Ein No-Deal-Brexit hat für uns eine Wahrscheinlichkeit von rund 30% und wir verbleiben bei GBP/USD auf den aktuellen tiefen Niveaus neutral

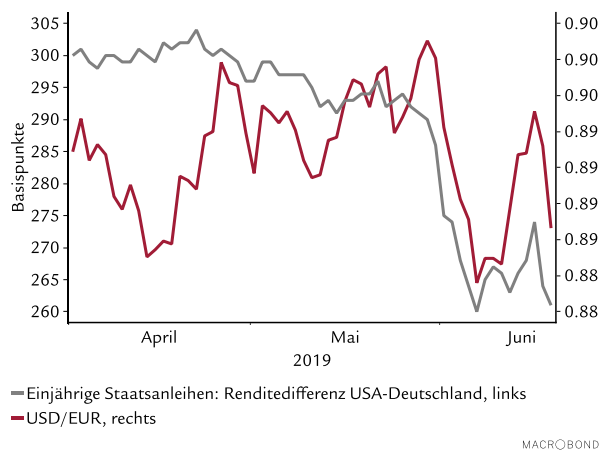
Schweiz

- Im letzten Monat wertete der CHF gegen den EUR und den USD etwas weiter auf
- Die zurückhaltenden Zentralbankerwartungen hellten die globale Risikostimmung im Juni auf, aber die Volatilität dürfte zurückkehren, sobald die politischen Risiken wieder zutage treten. Somit ist unsere Sicht auf den CHF gegenüber zyklischen Währungen wie den EUR weiterhin positiv

Japan

- Bis zur Fed-Sitzung bewegte sich der JPY/USD-Wechselkurs seitwärts, aber die zurückhaltende Fed liess den JPY erneut aufwerten
- Unsere Sicht auf den JPY gegenüber allen grossen Währungen ist positiv, da wir von weiterhin hohen globalen politischen Risiken ausgehen


USD/EUR im Juni durch Zinsdifferenzen geprägt



Nach einem Monat, in dem politische Risiken den Devisenmarkt am meisten bewegten, wandten sich die Märkte im Juni wieder den Zentralbankentwicklungen zu. Die Marktteilnehmer gingen zunehmend von Leitzinssenkungen in den USA aus und die Fed unterstützte diese Erwartungen durch entsprechende Äusserungen an ihrer Juni-Sitzung. Etwas verspätet begannen auch die Lockerungserwartungen an die EZB zu steigen, was die Stärke von EUR/USD nur vorübergehend umkehrte. Wir erwarten keinen eigentlichen Lockerungszyklus der Fed, aber Zinssenkungen von rund 50 Basispunkten als Absicherung gegen die wirtschaftlichen Risiken des Handelskonflikts. Weil die Märkte bereits deutlich stärkere Zinssenkungen einpreisen (unserer Meinung nach zu aggressiv), sehen wir das Potenzial für eine weitere USD-Abwertung als beschränkt. Aufgrund der zurückhaltenden EZB und des wirtschaftlichen Höhenflugs der USA dürfte der USD gegen den EUR künftig eher wieder aufwerten. Bei den politischen Risiken dürfte der Handelskonflikt weiter eskalieren, und wir erwarten für die nächste Zeit keine positiven Brexit-Nachrichten. Ersteres dürfte erneut zu Risikoaversion an den Finanzmärkten führen. Wir halten deshalb an unserem positiven Ausblick für den JPY gegenüber allen grossen Währungen fest. Zudem dürfte der CHF gegen den EUR aufwerten (JPY und CHF gelten als Fluchtwährungen). Beim Brexit scheint schon viel Negatives im Pfund-Wechselkurs eingepreist zu sein. Dennoch ist unsere Sicht auf GBP/USD zurzeit neutral, weil die Unsicherheit über die kommenden drei Monate sehr gross bleiben wird.

Swiss Life Asset Managers



Marc Brütsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife.ch
 @MarcBruetsch



Michael Klose
CEO Third-Party Asset Management
michael.klose@swisslife.ch

Haben Sie Fragen an uns oder möchten Sie unsere Berichte abonnieren?

Senden Sie eine E-Mail an: info@swisslife-am.com.

Für mehr Informationen besuchen Sie auch unsere Website: www.swisslife-am.com/research



Erstellt und verabschiedet durch das Economics Department, Swiss Life Asset Management AG, Zürich

Swiss Life Asset Managers hält fest, dass die oben stehend erläuterten Empfehlungen möglicherweise vor der Publikation dieses Dokuments durch Swiss Life Asset Managers umgesetzt worden sind. Wir stützen uns in der Erstellung unserer Prognosen auf Quellen, welche wir für vertrauenswürdig halten, lehnen jedoch jede Garantie betreffend Richtigkeit oder Vollständigkeit der verwendeten Informationen ab. Dieses Dokument beinhaltet Aussagen zu in der Zukunft liegenden Entwicklungen. Wir übernehmen keinerlei Verpflichtung, diese Annahmen später zu aktualisieren oder zu revidieren. Die tatsächlichen Entwicklungen können im Ergebnis von unseren ursprünglichen Erwartungen deutlich abweichen.

Frankreich: Die Abgabe dieser Publikation an Kunden und potenzielle Kunden in Frankreich erfolgt durch Swiss Life Asset Management (France), 7 rue Belgrand, F-92682 Levallois-Perret cedex, und Swiss Life Real Estate Management, 153 rue Saint Honoré, F-75001 Paris. **Deutschland:** Die Abgabe dieser Publikation in Deutschland erfolgt durch die Corpus Sireo Real Estate GmbH, Aachenerstrasse 186, D-50931 Köln, die Swiss Life Invest GmbH, Zeppelinstrasse 1, D-85748 Garching b. München, und die BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Grossbritannien:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch Mayfair Capital Investment Management Ltd., 2 Cavendish Square, London W1G 0PU. **Schweiz:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch die Swiss Life Asset Management AG, General-Guisan-Quai 40, CH-8022 Zürich.